

Ist der Monetarismus widerlegt?

Geldvermehrung notwendig, aber nicht hinreichend für Inflation. Von Peter Bernholz

Die Zentralbanken haben die Notenbankgeldmenge erhöht, wie man es sonst nur vor Hochinflationen kannte. Dies muss nicht zu Inflation führen, macht sie aber später wahrscheinlicher.

Krisenzeiten scheinen besonders fruchtbar zu sein für das Auftauchen von neuen Experten, selbst wenn bei einigen von einer speziellen Sachkenntnis auf den nunmehr behandelten Gebieten vorher wenig bekannt war. Das gilt insbesondere auch für das Gebiet von Geld und Währung. So wurde schon vor einigen Jahren von dem allerdings als Geldexperten bekannten Willem H. Buiter eine Rückkehr zu den Vorstellungen von Silvio Gesell gefordert, um endlich negative Nominalzinssätze zur Lösung der Finanzkrise zu ermöglichen. Gesell hatte eine mit der Zeit fortschreitende Entwertung von Banknoten (Schrumpfgeld) vorgeschlagen. Buiters Forderung hing nun offenbar mit der Tatsache zusammen, dass führende Zentralbanken zwecks Inflationskontrolle von der Geldmengensteuerung – angeregt durch die Lucas-Regel – zur Zinssteuerung übergegangen waren. Eine solche versagt jedoch, wenn sich das Zinsniveau null annähert. Denn eine Senkung unter diesen Satz würde die meisten Marktteilnehmer veranlassen, lieber Banknoten zu horten, als einen Verlust auf ihren Anlagen hinzunehmen.

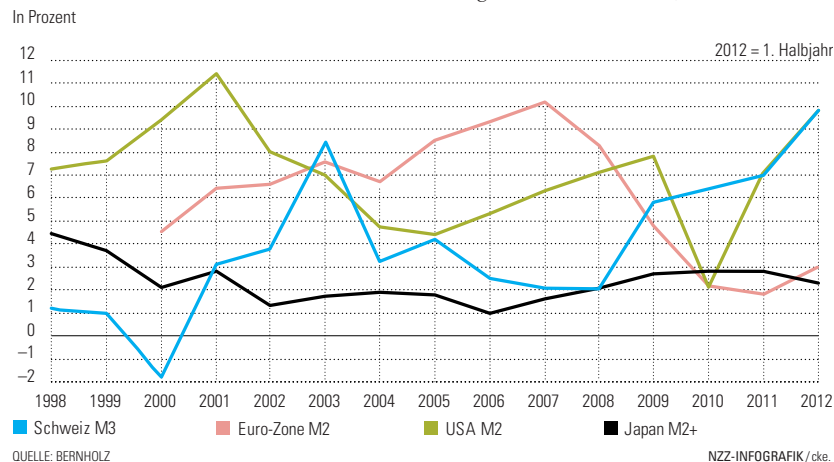
Preise steigen (noch) nicht

Die Zentralbanken, angeführt vom amerikanischen Fed, fanden jedoch schnell einen anderen Ausweg, als den von Buiter gemäss Gesell vorgeschlagenen: «Quantitative Easing». Ein schöner neuer Begriff, der aber nichts anderes als eine Rückkehr zur Geldmengensteuerung, von der man jedoch lieber nicht sprechen wollte, bedeutet. Das Fed, aber auch die Bank of England (BoE) und die Europäische Zentralbank (EZB) haben die Zentralbankgeldmenge M0, also Banknotenumlauf plus Zentralbankgeldbestand der Banken, in einem Ausmass erhöht, wie man es sonst nur vor Hochinflationen kannte (Fed um 215%, BoE um 569% und EZB um 172% von Ende 2007 bis Juni 2012). Und als diese Politik nicht genügend dämpfend auf die langfristigen Zinssätze wirkte, griff das Fed unter Benützung eines weiteren neuen Begriffs, der «Operation Twist», zu weiteren Massnahmen, um auch diese Zinssätze stärker zu beeinflussen: Es verkaufte von ihm gehaltene kurzfristige Anleihen und erstand dafür langfristige. Inzwischen geht aber auch das «Quantitative Easing» wieder weiter.

Die SNB hat M0 ebenfalls ausserordentlich stark, ja sogar am stärksten von allen führenden Zentralbanken erhöht (um 572% seit Ende 2007). In ihrem Fall jedoch aus anderen Gründen: Die laxen Geldpolitik des Fed und die Probleme im Euro-Raum führten nämlich zu einer massiven Überbewertung des Frankens, wie übrigens auch von anderen stabileren Währungen. Daher blieb der SNB gar nichts anderes übrig, als eine Untergrenze für den Euro einzuführen und diese, falls nötig, mit allen Mitteln zu verteidigen, um einen Ruin der schweizerischen Industrie und des Tourismus zu verhindern. Das bedeutete jedoch, dass man zur Verteidigung der Untergrenze in grossem Masse Devisen kaufen musste, Käufe, die von der SNB in Franken zu bezahlen sind. Diese Käufe erhöhten M0 in einem Ausmass, das in einem kleinen Land besonders ins Gewicht fällt.

Diese starken Zunahmen von M0 ohne entsprechendes Steigen der Preisniveaus sind nun auch Ökonomen aufgefallen, die sich bisher kaum auf dem Gebiet von Geld und Währung ausgezeichnet haben. Und prompt behaupten sie, dass die Theorie der sogenannten «Monetaristen», zu denen in neuerer Zeit besonders Milton Friedman, Karl Brunner und Allan Meltzer gerechnet wurden, durch die Ereignisse der letzten

Jährliche Zunahme der breiteren Geldmenge beim Publikum, 1998–2012



Jahre widerlegt worden sei. Aber ist diese Behauptung zutreffend? Ich konstatiere: Nein! Besonders bekannt ist Milton Friedmans Aussage, dass Inflation immer ein monetäres Phänomen sei, dass sie also nur bei einer über das Wachstum des realen Sozialprodukts (BSP) hinausgehenden Geldmengenvermehrung auftreten könne.

Ich sehe nicht, dass diese Aussage irgendwann widerlegt worden ist. Meine Untersuchungen von Dutzenden von Inflationen, besonders von Hoch- und Hyperinflationen, haben nicht einen Fall aufgedeckt, in dem nicht eine massive Geldvermehrung vorausgegangen wäre. Vorübergehende Preiserhöhungen wegen Missernten in früheren Zeiten oder heute wegen starker Verteuerungen etwa des Ölpreises sind dabei natürlich keine Inflation, da es sich ohne Geldmengenvermehrung nur um die meist vorübergehende Erhöhung von relativen Preisen handelt. Eine Hochinflation wegen einer solchen Teuerung hat man noch nie gesehen.

Ökonomen, die jetzt von einer Widerlegung der Geldmengentheorie sprechen, haben offenbar etwas anderes im Sinn. Sie denken nicht an die Aussage, dass eine entsprechende Vermehrung der Geldmenge eine notwendige Voraussetzung für Inflationen ist, sondern an die gänzlich andere, dass eine Erhöhung der Geldmenge über das Wachstum des BSP hinaus eine hinreichende Bedingung für das Aufkommen einer Inflation sei, und dies sogar in dem Sinne, dass sie bereits innerhalb eines begrenzten Zeitraums auftreten werde. Das ist jedoch etwas völlig Verschiedenes und ist mit ganz anderen Problemen behaftet. Als Erstes stellt sich die Frage, von welcher Geldmenge bei der These ihrer Zunahme als hinreichender Bedingung für eine Inflation ausgegangen werden soll. Denn bisher ist nur M0 dramatisch gewachsen, nicht jedoch die Geldmenge in den Händen des Publikums, von Haushalten und Unternehmen einschliesslich öffentlicher Hand, also z. B. M2 (Banknoten, Giro- und Termineinlagen des Publikums; M3 ist noch etwas weiter gefasst). Geht man von diesen für das Publikum relevanten Geldmengen statt von M0 aus, so kann von einer Widerlegung der Monetaristen keineswegs die Rede sein.

Viel wichtiger ist es jedoch, zu erklären, wie es zu dieser Diskrepanz der Entwicklungen von M0 und den weiteren Geldmengen kommen kann und unter welchen Umständen die Entwicklung von M0 auf M1 (Banknoten und Giroeinlagen beim Publikum), M2 und M3 übergreifen und dann doch zu einer Inflation führen könnte. Die gegenwärtige Diskrepanz kann entweder auf eine Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe oder auf eine fehlende Nachfrage durch Unternehmen und Haushalte nach Krediten beruhen. Beides ist wiederum durch pessimistische Erwartungen über die künftige Entwicklung der eigenen Lage oder die der realen Gesamtwirtschaft bedingt. Dazu kommt bei den Banken nach der Finanzkrise vermutlich die Einführung strikterer Regulierungen wie z. B. der Eigenkapitalanforderungen oder auch nur die Aussicht auf solche.

Was aber ist zu erwarten, wenn sich die reale Wirtschaft erholt und (oder)

die Erwartungen günstig werden? Sicher, in diesem Fall sind die Zentralbanken technisch in der Lage, den Überhang an M0, wie sie auch selbst betonen, rechtzeitig abzuschöpfen, bevor es zu einer stärkeren Zunahme von M1, M2 und M3 kommt. Aber werden das Fed, die BoE und die EZB das tatsächlich tun? Ich bezweifle es.

Denn die dafür benötigten Zinserhöhungen würden die staatlichen Defizite massiv erhöhen. Und dies bei immer noch relativ hoher Arbeitslosigkeit. Ausserdem würde eine solche Politik den überschuldeten Ländern die Möglichkeit nehmen, ihre Schulden allmählich durch höhere Inflation zu entwerten. Für die Euro-Zone käme die unterschiedliche Lage in den Ländern der Peripherie hinzu. Für die SNB sieht die Lage wegen der weit niedrigeren Staatsschulden und der niedrigeren Arbeitslosigkeit in der Schweiz wesentlich besser aus. Angesichts dieser Tatsachen dürfte der politische Druck auf die Zentralbanken in den genannten Währungsgebieten so gross werden, dass diese keine genügend restriktive Politik durchzuführen wagen, was die Inflation wegen der dann gestiegenen weiteren Geldmengen nach sich ziehen würde.

Verzögerte Wirkung

Aber wie auch immer dieses Ringen ausgeht, die Monetaristen wären in keinem Fall auch bezüglich der Geldmengenvermehrung als hinreichender Bedingung für Inflation widerlegt. Denn bei einer Rückführung von M0 würde die Geldmenge des Publikums kaum wachsen, und es würde nicht zu einer grösseren Inflation kommen, während im anderen Fall bei einer entsprechenden Zunahme von M1, M2 und M3 eine Inflation folgen würde. Man könnte dann höchstens insofern ein Versagen der monetaristischen Theorie behaupten, als es längere Zeit bis zum Auftreten der Inflation gedauert hätte.

Dazu passt eine von dem Ökonomen Wilhelm Röpke berichtete Anekdote. Der Ökonom Lautenbach sei kurz nach der Machtergreifung durch die Nazis 1933 bei Hitler gewesen. Dieser habe ihn nach seiner Ansicht bezüglich der Warnungen von Bankiers und Ökonomen gefragt, gemäss denen die vorgezeichnete expansive Geldpolitik zur Finanzierung von Staatsausgaben zu Inflation führen werde. Darauf habe Lautenbach geantwortet: «Herr Hitler, Sie sind jetzt der mächtigste Mann in Deutschland. Aber was Sie nicht fertigbringen können, ist eine Inflation.» Diese Aussage war für 1933 durchaus zutreffend, aber 1938 wurden in Deutschland die ersten Preiskontrollen eingeführt. Und Anfang Januar 1939 schrieb das Reichsbankdirektorium unter dem Präsidium des gleichen Schacht, der die expansive Politik technisch durchgeführt hatte, einen Brief an Hitler, dass bei der Fortführung der expansiven Geldpolitik zur Finanzierung des Defizits des Staatshaushalts keine Währung stabil gehalten werden könne. Nun, Hitler setzte das Direktorium kurzerhand ab. Der Wert der Reichsmark fiel in wenigen Jahren auf null.

Peter Bernholz ist emeritierter Wirtschaftspräsident der Universität Basel und ein anerkannter Geldpolitiker.

Jetzt registrieren unter:
www.swisseeconomic.ch

SwissEconomicForum

SEF.2013



Q&A

Antworten auf brennende Fragen.
6.–7. Juni 2013 Interlaken

Das Swiss Economic Forum ist die führende Wirtschaftsveranstaltung der Schweiz. Die einzigartige Plattform für Unternehmertum und Innovation vernetzt Entscheidungsträger, thematisiert aktuelle Fragen und vermittelt neue Impulse. Jedes Jahr treffen sich in Interlaken 1300 Unternehmer, Wirtschaftsführer, Politiker und Persönlichkeiten aus Wissenschaft und Medien zum aktiven Meinungsaustausch und Dialog mit Experten aus der ganzen Welt.

Zum Thema «Q&A – Antworten auf brennende Fragen» diskutieren u. a. Bundesrat **Alain Berset**, US-Starökonom **Nouriel Roubini**, der ehemalige Premierminister Griechenlands **George Papandreou**, Adecco CEO **Patrick De Maeseneire**, der Chairman & CEO von BlackRock **Larry Fink** und **Kevin Roberts**, der CEO Worldwide von Saatchi & Saatchi.

Mehr Informationen:
www.swisseeconomic.ch
[facebook.com/swisseeconomic](https://www.facebook.com/swisseeconomic)
twitter.com/swisseeconomic

Premium-Partner

Allianz

AMAG

BKW

IBM

pwc

swisscom

UBS

Medienpartner

SRF

NZZ